

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

Ledimeri Borsa

MERCADO CAMBIAL CONTEMPORÂNEO

Uma análise do impacto da inserção dos derivativos no Brasil

Curitiba

2015

Ledimeri Borsa

MERCADO CAMBIAL CONTEMPORÂNEO

Uma análise do impacto da inserção dos derivativos no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito parcial para a
obtenção do título de Economista, pelo
curso de Ciências Econômicas da
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor Dr. Fabiano
Abranches Silva Dalto.

Curitiba

2015

Ledimeri Borsa

MERCADO CAMBIAL CONTEMPORÂNEO

Uma análise do impacto da inserção dos derivativos no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito parcial para a
obtenção do título de Economista, pelo
curso de Ciências Econômicas da
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Professor Dr. Fabiano
Abranches Silva Dalto.

Aprovada em: _____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Adilson Antonio Volpi
Universidade Federal do Paraná

Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto
Universidade Federal do Paraná

Prof. Jose Guilherme Silva Vieira
Universidade Federal do Paraná

Dedico este trabalho aos meus pais, que sempre me incentivaram a estudar e a lutar por um futuro melhor e ao meu afilhado Francisco, a quem quero dar os melhores exemplos e estímulos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente à Deus pela saúde, força e determinação para a realização deste projeto e à minha família, que sempre me apoiou e incentivou incondicionalmente. É graças à eles que ingressei nessa universidade, e é para eles que dedico todo o esforço realizado durante esses cinco anos de formação.

Agradeço também aos professores do curso de Ciências Econômicas, que dedicam seu tempo para transmitir a nós, alunos, conhecimento, e em especial ao Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto, que me orientou e deu conselhos importantes para a elaboração dessa monografia.

Por fim, não posso deixar de agradecer aos meus colegas de trabalho dos bancos HSBC e Santander que, além de compartilharem comigo experiências profissionais e pessoais, me apresentaram ao intrigante mundo do mercado financeiro, fazendo despertar em mim o interesse pelo desenvolvimento dessa pesquisa.

"O impossível não existe quando se acredita verdadeiramente nos sonhos".

(Ayrton Senna)

RESUMO

Este trabalho analisa o desenvolvimento do mercado cambial contemporâneo e consequente formação de um caráter autônomo e intrinsecamente instável. A inserção dos derivativos após a adoção do regime de taxas cambiais flutuantes revela-se o acontecimento mais significativo, uma vez que esses se tornaram eficientes meios de especulação. Essa, por sua vez, seria a responsável pela dinâmica autônoma e instável do mercado, acarretando em crises e gerando impactos sobre o setor produtivo da economia. Utiliza-se o mercado cambial brasileiro para qualificar as premissas abordadas.

Palavras-chave: Mercado cambial; instabilidade; derivativos; *hedge*; especulação; economia brasileira.

ABSTRACT

This paper analyses the contemporary foreign exchange market development and the consequent generation of an independent and intrinsically unstable character. The inclusion of derivatives after the adoption of a floating exchange rate proves to be the most significant event, since these have become an efficient tool of speculation. This, in turn, would be responsible for independent and unstable market dynamics, resulting in crises and making impact on the productive sector of the economy. It is used the Brazilian foreign exchange market to qualify the discussed assumptions.

Keywords: Currency market; instability; derivatives; hedge; speculation; Brazilian economy.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	09
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	14
2.1 A PSICOLOGIA DE MASSA DE KEYNES.....	14
2.2 A ECONOMIA INSTAVEL DE MINSKY	16
3 INTRODUÇÃO DOS DERIVATIVOS E SUA DINÂMICA AUTÔNOMA	18
3.1 DEFINIÇÃO E FINALIDADE	19
3.2 DIMENSÕES DO MERCADO	21
3.3 IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA	23
4 INSERÇÃO BRASILEIRA E TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO CAMBIAL	24
4.1 CONSENSO DE WASHINGTON NO BRASIL.....	25
4.2 O MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO A PARTIR DE 1999	27
4.3 VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO	27
4.3.1 Análise da volatilidade no período de fevereiro de 1999 à 2014.....	30
4.4 NÚMERO DE OPERAÇÕES E VOLUME TRANSACIONADO	33
4.5 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS PATICIPANTES	37
4.6 ESTUDO ANALÍTICO DO MERCADO DE DERIVATIVOS.....	38
5 CONCLUSÃO.....	45
REFERÊNCIAS	46

1 INTRODUÇÃO

De maneira simples, o câmbio pode ser entendido como uma operação de troca de moedas e a taxa cambial (ou o preço de cada divisa) como mero resultado da relação entre sua oferta e demanda. É no mercado cambial que essas operações se concretizam, refletindo, portanto, a contraparte monetária das transações internacionais.

Essa definição, entretanto, parece não dar mais conta de elucidar a magnitude e sofisticação atingidas pelo mercado cambial contemporâneo, que movimentou nada menos que US\$5,3 trilhões em negócios diários no ano de 2013 e vem se destacando como um dos maiores mercados financeiros da atualidade. Mas para entender sua dinâmica e de que maneira suas características foram delineadas, é necessário primeiramente fazer uma breve remontagem histórica recente de como esse mercado se estabeleceu.

Um dos primeiros marcos históricos que delimitou importantes características ao mercado cambial foi a conferência de Bretton Woods, realizada em 1944. A Conferência reuniu 45 países da Aliança das Nações Unidas (países que estavam em guerra contra o eixo fascista, entre eles o Brasil) para discutir maneiras de estimular o desenvolvimento capitalista, bem como a reconstrução e estabilidade econômica global após a II Guerra Mundial.

No quesito câmbio, ficou determinado que o regime a ser adotado seria de taxas fixas, porém ajustáveis, e que o Fundo Monetário Internacional (FMI) seria o responsável por avaliar quando as taxas de câmbio poderiam ser ajustadas, em casos onde os países pudessem comprovar essa necessidade. (CARVALHO, 2004, p. 58).

Pôs-se fim, a partir daí, ao padrão-ouro que vigorara desde o século XIX, onde cada país participante do sistema cambial se comprometia a fixar o valor de sua moeda em relação a uma quantidade específica de ouro. Com a determinação de que apenas o dólar teria seu valor diretamente fixado em ouro (US\$ 35,00 por

onça de ouro), enquanto as moedas dos demais países fixariam seus valores a partir do dólar e manteriam as paridades fixas perante essa moeda, eliminou-se a possibilidade de se realizarem grandes desvalorizações como as vistas na década de 1930.

Os acordos estabelecidos em Bretton Woods, no entanto, não chegaram a durar 30 anos, entrando em colapso entre 1971 e 1973. Isso se deveu, primeiramente, ao questionamento da liderança americana perante o resto do mundo, com a recuperação dos países “Aliados” durante a Guerra Fria.

Mas o ponto crucial se deu quando a própria economia norte americana se viu pressionada à desfazer a conversibilidade dólar-ouro para retomar sua competitividade frente aos países em ascensão. Precisando desvalorizar a sua moeda mas não tendo permissão para tal devido ao acordo (uma vez que o preço do ouro em dólar não poderia sofrer variação), se fez imprescindível para os EUA pôr fim ao sistema de paridades fixas ajustáveis, ampliando-se consideravelmente a volatilidade cambial.

Em sequência ao desmanche de Bretton Woods e mais especificamente nas décadas de 1980 e 1990, o mundo passou a acompanhar um processo de globalização financeira intenso: além do ambiente desregulamentado e dos novos produtos que passaram a ser demandados como meio de proteção contra a volatilidade (até então desprezível devido ao regime de câmbio fixo), a inserção dos países da periferia recém industrializados foi massiva, passando a compor maior presença no volume crescente do comércio mundial.

A incorporação dos países emergentes nesse contexto se deu por uma combinação de fatores, mas segundo Carneiro (2002, p. 246), o fator primordial se deu com o fim dos controles sobre o movimento de capitais, liberalizando os mercados centrais e, posteriormente, os emergentes.

Essa conjuntura econômica se fez propícia para que o dólar se consagrasse como a moeda central e núcleo do sistema. Em meio à alta volatilidade, a moeda americana se constituiu como moeda reserva de todo o mercado, uma vez que

sendo a mais forte do sistema, passou a ser vista como a mais segura pelos detentores dos capitais (CARNEIRO, 2002, p. 231).

[...] as principais características da economia internacional que vão constituir a essência da globalização: a livre mobilidade de capitais, o regime de taxas de câmbio flutuantes e, em princípio, a autonomia das políticas econômicas domésticas. Essa definição, não considera, todavia, a hierarquia de moedas. (...) o dólar é o núcleo. A partir desse núcleo, e dada a existência de livre mobilidade de capitais, formam-se as demais taxas de juros e câmbio do sistema. (CARNEIRO, 2002, P. 231).

Essa hierarquização veio a concretizar-se com a elaboração do Consenso de Washington após reunião realizada em 1989 com integrantes de organismos internacionais (como FMI e o Banco Mundial). O Consenso ficou conhecido como um receituário de medidas neoliberais para os países da América Latina e teve considerável impacto na globalização financeira e constituição de uma nova ordem econômica internacional.

Encabeçando as recomendações feitas aos países latinos para que os mesmos pudessem crescer economicamente, o governo norte-americano se viu em uma posição privilegiada. Na medida em que as políticas neoliberais amplamente sugeridas eram adotadas apenas parcialmente pelos EUA, ou, pelo menos não eram por eles utilizadas de forma tão intransigente, a abertura de novos mercados e redução do grau de proteção de suas economias garantiu aos americanos ampla vantagem comparativa, criando uma forte dependência econômica com relação à essa nação (BATISTA, 1994, p. 25).

As propostas neoliberais do Consenso envolveram 10 pontos distintos, que englobaram desde controles fiscais e tributários até desregulação, liberalização e redução da presença do Estado na economia. No âmbito financeiro, as medidas mais relevantes ficaram por conta da adoção de taxas de câmbio unificadas e competitivas, além da própria liberalização financeira.

Ao serem adotadas pelos países da América Latina, essas medidas garantiram a soberania completa do mercado sobre os interesses nacionais, evidenciando que a globalização havia, enfim, se concretizado inclusive entre os emergentes. (BATISTA, 1994, p.18)

Com a eclosão da globalização e integração dos mercados financeiros nacionais e internacionais, o mercado cambial passou por consideráveis mudanças, de forma a se tornar compatível ao novo contexto econômico. Questiona-se, porém, se da forma como se organizou, esse não teria se tornado muito mais volátil, sendo particularmente volátil para países subdesenvolvidos.

Uma vez que operações de curtíssimo prazo, descentralização, desregulamentação e liberalização dos fluxos de capitais não existiam ou pelo menos não eram tão comuns nesse mercado nas últimas três décadas, busca-se aqui avaliar se a presença desses traços não distancia ainda mais a esfera real (de troca de bens e serviços, ou seja, o lado produtivo) da esfera monetário-financeira (empréstimos e investimentos), dando à última cada vez mais autonomia para que opere instavelmente.

Além disso, com o avanço da tecnologia física, que através de sistemas de corretagem eletrônica foi responsável pela maior difusão de informações e redução dos custos de operação, a criação de novos arranjos institucionais permitiu o surgimento de instrumentos e operações mais estruturadas que possibilitassem não apenas a compra e venda de moedas e proteção contra suas oscilações, mas também a tomada de posições visando lucro, devido à instabilidade das taxas cambiais.

Esses instrumentos, em especial os contratos de derivativos, seriam os principais responsáveis pela ampliação da especulação no sistema financeiro, atribuindo ao mesmo uma dinâmica autônoma e intrinsecamente instável.

Vale ressaltar que com a constatação dessa dinâmica, tanto as autoridades monetárias quanto os poderes públicos em geral deveriam precaver-se dos possíveis impactos que a movimentação desse mercado venha a causar na economia. Isso porque uma vez integrados, os mercados nacionais deixaram de ser autossuficientes e reagem a movimentos ditados ao redor do mundo. Crises se tornam, portanto, cada vez mais difíceis de serem combatidas, uma vez que a globalização tende a se intensificar, e desajustes tem cada vez mais poder de se dissipar rapidamente através do sistema financeiro internacional.

Além disso, países emergentes, em especial, tornar-se-iam mais vulneráveis aos fluxos de capitais. A maior facilidade de movimentação através de instrumentos cambiais está inversamente relacionada à capacidade desses países subdesenvolvidos/emergentes em controlar esses fluxos, ficando ainda mais expostos a mudanças de expectativas que se resultam, em geral, em uma descontrolada fuga de capitais.

A análise da inserção do Brasil (um país subdesenvolvido/emergente) nesse contexto internacional, assim como a organização do seu mercado cambial a partir do Consenso de Washington se faz, portanto, característica, de modo a permitir verificar o aumento da instabilidade desse mercado e os impactos do mesmo sobre a economia do país.

O trabalho está, portanto, estruturado da seguinte forma: após essa introdução, onde foram apresentados o tema, o objetivo e a relevância dessa pesquisa, além da contextualização histórica da emergência do sistema cambial contemporâneo, a seção seguinte se detém a fazer uma revisão bibliográfica de forma a relacionar o tema com teorias econômicas; na seção três, faz-se uma análise minuciosa da utilização dos derivativos e seus impactos sobre o mercado cambial; e, na seção quatro, investiga-se de que forma o Brasil se inseriu na conjuntura internacional, discutindo desde os impactos da implementação do receituário do Consenso de Washington até a caracterização do mercado atual; por fim, a seção cinco traz as principais conclusões desse trabalho e elenca principais dificuldades e sugestões para novas pesquisas.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O tema de instabilidade do mercado cambial contemporâneo e sua dinâmica autônoma retoma teorias de grandes economistas que, apesar de não serem tão recentes, podem ser utilizadas de forma perspicaz para o entendimento do ambiente econômico atual.

Conceitos como o de especulação, formação de expectativas e psicologia de massa na Teoria Geral de Keynes e a hipótese da Instabilidade Financeira em Minsky, parecem ser ideais para descrever características do mercado cambial contemporâneo que o permitem classificá-lo como autônomo e intrinsecamente instável.

Assim, faz-se nesse capítulo, uma breve revisão bibliográfica de modo a caracterizar o funcionamento de uma economia instável e relacionar a teoria econômica com a forma como o mercado cambial encontra-se atualmente organizado.

2.1 A PSICOLOGIA DE MASSA DE KEYNES

Em sua obra “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, publicada pela primeira vez em 1936, Keynes questionou conceitos amplamente aceitos pela economia clássica e abordou temas que vieram a lançar as bases conceituais da macroeconomia, em consonância com as mudanças econômicas mundiais que estavam por vir.

No seu quarto livro, capítulo 12 (1992, p.131), o mesmo definiu o termo especulação como sendo a “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado” e, segundo o mesmo, “à medida que progride a organização dos

mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta”.

O ponto crucial seria a forma como cada agente desenvolve suas expectativas, baseando-se muitas vezes em fatos incertos ou em tópicos convencionais, considerados pela maioria como relevantes (o que Keynes coloca como psicologia de massa), mas que não necessariamente apresentam alguma relação com fundamentos econômicos. Como essa antecipação dos futuros movimentos do mercado é, por muitas vezes, restrita, a chance de se alcançar o resultado esperado é em geral ínfima, e acaba por decepcionar o agente que a elaborou.

Com um mercado organizado, porém, se torna muito simples alterar as posições tomadas no momento em que se reavalia o contexto em que se formaram as expectativas. Assim, não se faz necessário a busca por fatores concretos que possam determinar o rendimento de um investimento, por exemplo, uma vez que mudanças nas expectativas podem ser prontamente atendidas numa recomposição de portfólio.

Num processo de imitação generalizada, em que cada um copia o outro pensando que está possuindo a informação, enquanto nenhum agente está informado, o preço que se forma não reflete senão a psicologia do mercado e não contém nenhuma informação. É um processo de *expectativas auto realizadoras* em que um preço vai se auto confirmar mesmo sendo muito diferente de seu nível de equilíbrio fundamental. (PLIHON, 1995, p.73).

O problema se encontra no momento em que a maioria dos agentes decide prever a psicologia do mercado baseando suas expectativas em fatores irrelevantes, contando com a liquidez do mesmo para alterar suas posições. Nas palavras do próprio Keynes (1992, p. 131) “Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo.” Nessas situações, a liquidez do mercado pode se extinguir e estará criada, portanto, uma crise de grandes proporções.

Parece sensato inferir que as conclusões de Keynes, baseadas na análise da formação de expectativas, servem também como premissa para o mercado cambial contemporâneo.

A globalização e liberalização financeira das últimas décadas propiciou que novos mercados, especialmente de países emergentes, fossem integrados ao Sistema Financeiro Internacional, ampliando consideravelmente a liquidez e proporcionando o desenvolvimento do mercado de capitais.

Em mercados organizados, a liquidez influi diretamente no comportamento das pessoas, uma vez que sendo as negociações revogáveis, os investidores passam a achar que o mercado financeiro é plenamente líquido. Essa suposição tem impacto considerável sob a especulação do mercado, uma vez que o agente começa a acreditar, por convenção, que pode decidir a qualquer momento como “se livrar dos ativos”, e passa a assumir posições por considerar que essas podem ser lucrativas.

Essa prática, entretanto, pode ser penosa, posto que mudanças de expectativa podem levar a massivas compras/vendas de moeda, aumentando a instabilidade do mercado e antecipando, conforme as suas previsões, o movimento das cotações. Caso esse movimento seja significativo, a liquidez até então considerada plena pode ser extinta, e como já exposto, o desfecho nessa situação seria a instauração de uma crise.

Ou seja, com a globalização financeira, ao mesmo tempo em que o mercado cambial experimenta um elevado desenvolvimento e ampliação da liquidez, sua volatilidade também aumenta e tende a torná-lo muito mais arriscado. A organização do mercado propicia um aumento da especulação e essa, tendo seus ganhos gerados na volatilidade, propende a agravar a instabilidade do mesmo.

2.2 A ECONOMIA INSTAVEL DE MINSKY

A abordagem de Hyman Minsky em “Estabilizando uma Economia Instável”, por sua vez, é mais direta quanto ao comportamento instável das economias capitalistas (a análise envolve, porém, uma economia caracteristicamente bancário-creditícia).

A ideia é que a instabilidade da economia esteja associada a sua fragilidade financeira, e que a mesma se origine em meio a expectativas otimistas.

Essa maior fragilidade é gerada na fase ascendente do ciclo econômico, na qual as expectativas quanto ao futuro dos que investem e daqueles que financiam os investimentos são crescentemente favoráveis e seus riscos subestimados. Os *portfolios* das empresas que estão executando seus projetos de investimentos tornam-se cada vez mais especulativos (...) O cenário é de um maior nível de endividamento sistêmico, com piora na sua qualidade. Frente a esse quadro, uma elevação nas taxas de juros pode inviabilizar o refinanciamento de grande parte dos projetos de investimento em andamento (...). O que se verifica a seguir é a emergência da instabilidade financeira. (DEOS, 1998, P. 38).

Ou seja, em momentos em que os riscos são subestimados e o componente especulativo domina o comportamento dos agentes, o resultado será a instabilidade da economia com possível desenvolvimento de crise.

Mais uma vez, se mostra apropriado considerar a geração endógena de instabilidade como premissa também para uma economia de mercado de capitais, visto que a formação de expectativas e a transmissão de seus efeitos se dá da maneira similar em ambas as economias (destaca-se ainda que ao qualificar analiticamente o modelo de Minsky, Simone Silva de Deos chega à mesma conclusão em seu trabalho “Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais”).

Essa economia apresenta portanto a característica de ser intrinsecamente suscetível a crises visto que se encontra em um círculo vicioso em que as fases de ascensão tendem a ser sucedidas por crises. Entende-se, assim, que a especulação é fonte instabilizadora da economia. E em um mercado organizado, em que mudanças de expectativas se dissipam cada vez mais rápido, e que instrumentos de especulação são cada vez mais acessíveis, a instabilidade apresenta forte tendência de ser a grande fonte geradora de crises.

Pode-se argumentar, assim, que o desenvolvimento do mercado cambial, amplamente disseminado com a globalização financeira, o transformou também em um mercado muito mais especulativo, e sua nova dinâmica mostra-se irremediavelmente frágil e suscetível a crises.

3 INTRODUÇÃO DOS DERIVATIVOS E SUA DINÂMICA AUTÔNOMA

Um dos mais eficientes instrumentos de especulação da nossa economia é o contrato de derivativo, apesar de sua procedência apresentar como fundamento a proteção contra riscos. Índícios levam a crer que foi da agricultura que surgiram esses contratos, uma vez que dada a sazonalidade de certos produtos agrícolas e consequente flutuação de seus preços, vendedores e compradores demandavam uma forma de negociação que pudesse atender as necessidades de ambas as partes. (MORAES, 2007).

No mercado financeiro, foi principalmente após o final do acordo de Bretton Woods (na década de 1970) que esses ganharam maior destaque, uma vez que as taxas de câmbio passaram a ser flutuantes. Através deles, passaram a ser oferecidas as mais variadas formas de proteção quanto à oscilação não somente de taxas cambiais, mas também de juros, ações, entre outros.

O paradoxo dos derivativos encontra-se, porém, no fato de que ao mesmo tempo em que podem ser utilizados para cobertura de riscos financeiros, são ótimos instrumentos de especulação. Ou seja, os mesmos instrumentos criados para atuar contra a volatilidade se tornaram os maiores responsáveis pela sua potencialização.

Chama a atenção, além disso, o caráter rotineiro pelo qual esses contratos passaram a ser utilizados. A especulação amplamente facilitada pela utilização dos derivativos, além de predominar, transformou a dinâmica dos mercados. O quadro de instabilidade financeira se ampliou de maneira a concretizar-se em fortes crises cambiais e hoje não apenas os mercados financeiros, mas também o setor produtivo como um todo, sofre impactos com a perda de controle sobre suas diretrizes.

Entende-se, assim, que o processo de globalização financeira (que engloba inovação tecnológica, liberalização e internacionalização dos mercados e dos fluxos de capitais, desregulamentação e descentralização) foi imprescindível para a transformação do mercado cambial. E sua dinâmica intrinsecamente instável se realizou por conta da especulação que esses fatores propiciaram. Este mercado se

mostra, portanto, inteiramente submetido à lógica especulativa capitalista, e o estouro de bolhas de crises financeiras deixa sequelas cada vez mais profundas sobre a economia.

3.1 DEFINIÇÃO E FINALIDADE

Derivativos são contratos firmados entre duas partes e que tem o seu valor gerado de um ativo subjacente, que pode ser tanto físico (como café, ouro ou rebanho), quanto financeiro (como taxa de juros, moeda estrangeira ou ações).

Quando negociados em mercado de balcão, classificam-se como operações de swap (que objetivam a troca de resultados financeiros), contratos a termo (ou NDF, que consistem na compra ou venda de um ativo a um preço determinado com liquidação futura) e opções (que garantem ao comprador um direito e geram ao vendedor uma obrigação quando à negociação de determinado ativo), podendo ainda ser combinados de forma a constituírem operações estruturadas.

A contratação de um derivativo permite que se assuma uma posição frente ao risco de mercado (ou seja, de oscilação de preço) do ativo, podendo caracterizar-se de duas maneiras: como um produto de hedge (proteção) quando utilizado para reduzir uma exposição, ou como um produto de especulação ou arbitragem quando utilizado na busca de maior rentabilidade através de uma aposta no seu comportamento futuro.

Sua peculiaridade encontra-se, porém, em tornar-se um eficiente instrumento para os especuladores na medida em que permite poderosos efeitos de alavancagem: além de demandar apenas um pequeno percentual de garantia, viabilizando a compra ou venda a descoberto, possibilita a utilização de recursos de terceiros, atraindo assim agentes com baixa aversão ao risco.

Não parece atípico, dessa forma, que no mercado de derivativos de câmbio apenas um número ínfimo das operações não envolvam instituições financeiras em pelo menos uma das pontas da negociação, como pode ser visto na TABELA 1.

TABELA 1 - GIRO MÉDIO DIÁRIO LÍQUIDO DO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL POR CONTRAPARTE

CONTRAPARTE	em US\$ bilhões					
	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Com distribuidores de informação	961	719	1.018	1.392	1.544	2.070
Com outras instituições financeiras	299	346	634	1.339	1.896	2.809
Com clientes não financeiros	265	173	276	593	532	465
TOTAL	1.527	1.239	1.934	3.324	3.971	5.345

FONTE: Adaptado de BIS (2013)

A baixa presença de instituições não financeiras envolvidas nas contratações (em menos de 10%, de acordo com o GRÁFICO 1), denota que as negociações nesse mercado pouco estão ligadas ao comércio internacional de bens e serviços e/ou investimentos produtivos.



GRÁFICO 1 – GIRO MÉDIO DIÁRIO LÍQUIDO DO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL POR CONTRAPARTE

FONTE: A Autora (2015), vide TABELA 1

Sendo assim, mostra-se propício inferir que a maioria dos agentes que buscam operar com derivativos tem sua motivação caracterizada pela possibilidade de especulação, buscando na variabilidade dos preços das moedas realizar ganhos que nada tem a ver com a dinâmica produtiva da economia.

A interpretação dos dados é simples: as finanças internacionais estão se desenvolvendo hoje de acordo com sua própria lógica, a qual não tem mais que uma relação indireta com o financiamento dos intercâmbios e dos investimentos na economia mundial. (PLIHON, 1995, p.62).

3.2 DIMENSÕES DO MERCADO

As transformações pela qual passou o mercado cambial com a abertura de sistemas financeiros e integração proporcionada pela globalização permitiram não apenas a criação de novos instrumentos cambiais que ampliassem seu escopo, mas também sua automatização e crescimento.

Para isso se fez fundamental também o avanço da tecnologia, que através de sistemas de corretagem eletrônica, ampliou a difusão de informações e reduziu custos de operação, possibilitando aos agentes realizar operações de curtíssimo prazo conforme sua avaliação da conjuntura do mercado e consequente mudança de expectativas.

Vale fazer a ressalva, entretanto, de que existe certa dificuldade em mensurar as negociações desse mercado uma vez que as informações relativas à sua movimentação não são plenamente acessíveis, tendo por vezes de ser estimadas através de outros parâmetros de mercado.

Tomando como critério de avaliação o valor do giro médio diário de negócios, a ascensão do mercado cambial, que se transformou em um dos maiores mercados financeiros da atualidade, é fácil de ser notada: no gráfico a seguir é possível verificar que em 25 anos, o crescimento do mercado de moedas foi de surpreendentes 862% (passando de US\$620 bilhões em 1989 para pouco mais de US\$5,3 trilhões em 2013).

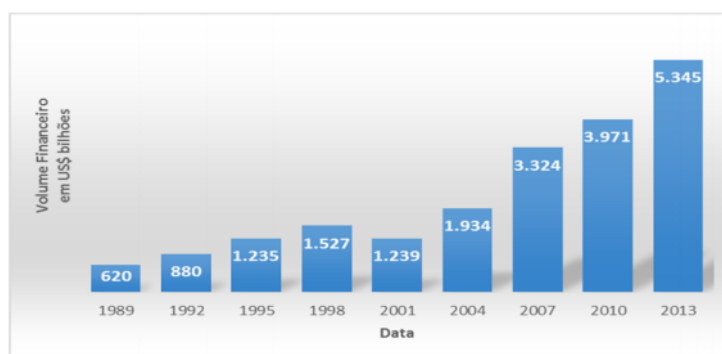


GRÁFICO 2 – GIRO MÉDIO DIÁRIO LÍQUIDO DO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL
FONTE: BIS (2013). Elaboração da Autora (2015)

A composição desse volume transacionado se dá através de contratos negociados no mercado à vista (também chamado de câmbio pronto ou spot) onde a liquidação da operação ocorre em no máximo dois dias úteis, e no mercado futuro (de derivativos) onde, conforme o próprio nome, a liquidação ocorre após esse prazo.

Destaca-se, como já abordado, que os derivativos ao se originarem de um outro ativo, permitem a criação de uma extensa variabilidade de produtos, além de ampliarem as estratégias que podem ser tomadas pelos participantes do mercado. Dessa forma, caracterizam-se como dominantes dos fluxos de mercado desde meados de 1992, como pode ser visto na tabela abaixo.

TABELA 2 - GIRO MÉDIO DIÁRIO LÍQUIDO DO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL POR TRANSAÇÃO

	em US\$ bilhões								
TRANSAÇÕES	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
À vista	350	400	520	568	386	631	1.005	1.488	2.046
A termo e swaps	240	420	670	862	786	1.163	2.076	2.234	2.908
Futuros e opções	30	60	45	97	67	140	243	250	391
TOTAL	620	880	1.235	1.527	1.239	1.934	3.324	3.971	5.345

FONTE: BIS (2013). Elaboração da Autora (2015)

Ou seja, grande parte do crescimento desse mercado nos últimos anos se deve aos instrumentos de derivativos nele criados, sendo os contratos a termo e os swaps os produtos mais utilizados.

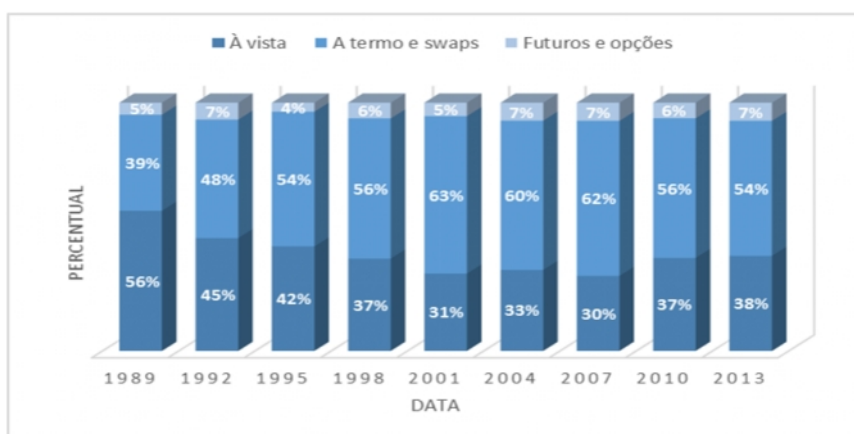


GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO NO GIRO MÉDIO DIÁRIO DO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL POR TRANSAÇÃO

FONTE: A Autora (2015), vide TABELA 2

Convêm destacar, porém, que apesar de terem perdido participação para os derivativos, as transações à vista também apresentaram crescimento considerável nesses 25 anos, passando de US\$ 350 bilhões em 1989 para US\$ 2 trilhões em 2013 (584%). Uma possível explicação, como já abordado acima, seria o avanço da informática e com ela a ampliação das facilidades para operar no mercado cambial, uma vez que é possível notar uma alavancagem no crescimento do giro médio a partir dos anos 2000.

3.3 IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA

Uma vez comprovado que as transformações pela qual passou o mercado cambial lhe proporcionaram um amplo crescimento e que grande parte desse é proveniente da utilização de derivativos (que se mostram eficientes instrumentos de especulação e são comprovadamente utilizados para esse fim em grande parte das operações) pode-se interpretar o contexto atual de maior instabilidade financeira como uma verdadeira fragilidade econômica.

Desde a Grande Depressão dos anos 30, não houve número semelhante de crises com possibilidade de significativa repercussão econômica, o que tende a corroborar a hipótese de que essa economia é irremediavelmente suscetível a crises. (CANUTO e LAPLANE, 1996, p. 31).

Além disso, o descolamento entre transações cambiais como contrapartida do comércio internacional de bens e serviços e transações com o objetivo de especulação ou cobertura de risco ficou ainda mais evidente, fazendo com que em momentos de intensa volatilidade e incerteza, grandes empresas que em seu setor produtivo nada teriam a ver com o sistema financeiro, somem vultuosas perdas em vista de sua grande exposição.

Vale destacar que esse descolamento não foi fruto apenas da inserção da ótica especulativa no mercado cambial, mas também da singularidade dos setores financeiro e produtivo, permitindo que o primeiro pudesse operar com relativa

autonomia. A esfera produtiva se faz, por natureza, mais estática, uma vez que avanços tecnológicos geram ganhos limitados ao setor em vista de sua dependência com relação ao tempo e espaço. Na esfera financeira, porém, a tecnologia permite que horizontes de tempo e espaço sejam amplamente (ou completamente) desconsiderados, podendo alcançar progressos que o setor produtivo não é capaz de acompanhar.

O mercado cambial contemporâneo, portanto, se mostra autônomo e com grande capacidade de causar impactos sobre a economia como um todo. Quando à revelia da dinâmica capitalista e sob a ótica especulativa, pode vir a causar sérios danos sobre o sistema produtivo dos países a ele vinculados.

4 INSERÇÃO BRASILEIRA E TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO CAMBIAL

Foi no contexto de introdução das políticas neoliberais recomendadas através do Consenso de Washington que o Brasil começou a ganhar relevância internacional. Com os governos de Fernando Collor de Mello e Fernando Henrique Cardoso, o país passou por uma ampla abertura comercial e financeira aliada à redução da participação do Estado na economia (através das privatizações). Além disso, a situação econômica foi estabilizada com o controle da inflação após a implementação do Plano Real. (NEGRÃO, 2014, p.2).

Essa estabilização, entretanto, foi custosa às contas externas do país, uma vez que os capitais atraídos eram, em sua maioria, especulativos. Medidas de ajuste tiveram de ser tomadas para que a credibilidade brasileira não fosse afetada e, diante da impossibilidade de se manter o regime de bandas cambiais, adotou-se em 1999 o sistema de câmbio flutuante.

Ficou estabelecida, a partir de então, a base para que se desenvolve-se o mercado cambial brasileiro que conhecemos nos dias atuais; mas em dimensões muito menores, uma vez que a liberalização das taxas e consequente aumento da volatilidade o tornou um ambiente cada vez mais arriscado. E essa característica

não o fez reduzir seu tamanho, pelo contrário. Com o passar dos anos, ela atraiu especuladores e expandiu o número de negócios e o volume internamente transacionado.

A análise do caso brasileiro de inserção de um país emergente no contexto internacional faz-se, portanto, característica do movimento ocorrido internacionalmente com a globalização e liberalização financeira. E o desenvolvimento e transformação do seu mercado cambial permitem um estudo mais detalhado e indicativo de sua natureza autônoma e intrinsecamente instável.

4.1 CONSENSO DE WASHINGTON NO BRASIL

No Brasil, o aceite e implementação do receituário do Consenso de Washington teve origem no Governo Collor (1990 a 1992), que se comprometeu com a abertura unilateral do mercado brasileiro e deu início ao processo de privatização das estatais. Foi nessa época que o mercado passou a ser “o grande agente organizador da Nação”, nas palavras de Negrão (2014, p.7).

Mesmo com o fim antecipado desse mandato, as medidas neoliberais continuaram a ser adotadas especialmente durante o Governo de Fernando Henrique Cardoso (1995 a 2002), onde as privatizações foram intensificadas e a redução do tamanho e papel do Estado foi acentuada. Mas o aspecto mais relevante e característico desse mandato foi a implementação do Plano Real (1994) que tinha como principal objetivo conter a inflação e, assim, estabilizar e fomentar o crescimento do país.

A estratégia do Plano Real consistiu basicamente na fixação da taxa de câmbio, como âncora nominal dos preços, na ampla abertura financeira para facilitar o ingresso de capitais e na elevação da taxa doméstica de juros, como atrativo de novos capitais e como elemento de contenção da demanda e dos preços internos. (CORAZZA, 1996).

Após a implementação do Plano, a taxa de câmbio passou a ser caracterizada por um âncora cambial com “bandas” de variação. Ou seja, haveriam

limites superior e inferior entre os quais essa poderia oscilar. Ao combinar a credibilidade do regime de câmbio fixo com a flexibilidade do regime de câmbio flutuante, as bandas cambiais teriam uma boa aceitação. Além disso, ao atrelar o valor da moeda nacional ao valor da moeda de um país com baixa taxa de inflação (dólar americano), a confiança e consistência do real estaria assegurada. (SAMBATTI e RISSATO, 2004, p.2).

Ao adotar esse sistema, o Bacen se viu na necessidade de fazer, diariamente, intervenções no mercado cambial de forma a manter a cotação do dólar próxima à cotação determinada. Para isso, compras e vendas de dólares no mercado de câmbio pronto e leilões de swap no mercado de derivativos foram adotados como política de defesa da taxa cambial.

Entretanto, apenas a banda de limite superior chegou a entrar em vigor, sendo estipulado que R\$1,00 = US\$1,00 (um real igual a um dólar). Devido à entrada de vultuosos volumes de capital estrangeiro, porém, esse limite de flutuação teve de ser revisado, de forma a se adequar às novas condições econômicas.

Enquanto o contexto econômico internacional era favorável, o Governo conseguiu financiar o déficit em transações correntes com as reservas cambiais que, até então, eram abundantes (mesmo que grande parte desses capitais fossem especulativos e, conseqüentemente, de curto prazo). Essa situação econômica, no entanto, não se sustentou por muito tempo, ao entrarem em crise países emergentes como o México e, posteriormente, países do Leste Asiático e a Rússia (SAMBATTI e RISSATO, 2004, p. 7).

A partir daí, o ataque especulativo contra o real se tornou visível e, para evitar a fuga de capitais ocasionada pelo temor de que a crise atingisse também outros países emergentes, como o Brasil, o Governo se viu obrigado a atuar. Com o esgotamento das reservas cambiais em 1999, o Banco Central do Brasil (Bacen) se tornou incapaz de sustentar a âncora cambial e dada a ampla abertura financeira da economia brasileira, a autoridade monetária passou a adotar o regime de câmbio flutuante que vigora no país até os dias atuais. (PRATES, 2010, p. 9).

4.2 O MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO A PARTIR DE 1999

Com a implantação do regime de câmbio flutuante no Brasil em janeiro de 1999, o sistema financeiro do país entrou em um processo de transformação gradual. Isso ocorreu porque, além da influência do contexto externo o próprio novo regime se constituiu como parte essencial dessas mudanças.

Ao deixar de comprar e vender divisas para sustentar uma taxa de câmbio previamente estabelecida, o Banco Central parou de disponibilizar aos agentes do mercado parâmetros com os quais esses pudessem estimar o preço das moedas em negociação. Sendo estabelecido, portanto, pela oferta e demanda do mercado, o câmbio passou a caracterizar-se pela alta volatilidade, já que as decisões internas de cada operador ganharam maior expressividade na determinação das cotações. (VASCONCELOS, 1999, p. 95).

Fazendo apostas no comportamento dos preços e estando dispostos a correr riscos, os especuladores facilmente se inseriram em busca de grandes retornos sem ter de dispor de vultuosos recursos para operar, ocasionando maior instabilidade nas cotações diárias. Esses fatores foram essenciais para que tanto o volume de recursos transacionados como o número de participantes desse mercado também pudesse se intensificar.

4.3 VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO

O termo volatilidade pode ser entendido como uma medida de dispersão estatística que determina quanto existe de variação, para mais ou para menos, de um determinado ativo em relação à sua média. Mesmo sem o seu cálculo, porém, é possível inferir que o mercado cambial brasileiro, à partir da ação do regime de taxas flutuantes, apresenta uma volatilidade expressiva, e que precisa ser supervisionada.

Isso pode ser notado, por exemplo, através das intervenções que o Bacen adota como tentativa de estabilizar o mercado e amenizar tendências de valorização ou desvalorização do real. Mesmo após 1999, medidas como compra e venda de dólares no mercado à vista e rolagem de swaps cambiais no mercado à prazo tem sido constantes, demonstrando que a volatilidade, além de estar presente, assombra o desempenho econômico do país.

O mercado cambial se consolida, portanto, como arriscado, na medida em que a volatilidade como medida de risco tende a indicar que existem chances do retorno de um investimento ser diferente do esperado. Mas para comprovar a existência desse risco e poder efetivamente mensurá-lo, medidas como o desvio-padrão e o coeficiente de variação (CV) precisam ser empregadas.

Essas medidas refletem a situação do mercado da seguinte forma: quanto maior é o desvio-padrão, maior a dispersão da taxa em relação à média, e consequentemente, maior a volatilidade do mercado. Assim como quanto maior o percentual do CV, mais heterogêneas são as taxas cambiais no respectivo período observado. (GALLAGHER, 2012, p.227).

Como é de se prever para um período em que vigora o regime de bandas cambiais, a volatilidade é um fator que não se sobressai, uma vez que as autoridades monetárias, comprometidas com a garantia da paridade dentro das bandas, movimentam a taxa de juros e compram e vendem no mercado a quantia de divisas que se faz necessária. Assim, fatores externos ao sistema cambial apenas impactam na intensidade em que essas autoridades devem atuar para manter a taxa desejada.

Esse foi, consequentemente, o cenário visualizado no Brasil a partir da introdução do real (em substituição ao cruzeiro real) no dia 1º de julho de 1994 - quando o Governo baseou-se em um regime explícito de bandas de flutuação, até o final de janeiro de 1999, data em que o sistema foi oficialmente substituído pelo regime de taxas flutuantes.

O CV das taxas nesse período foi de pouco mais de 12%, ficando a amplitude entre a mínima (R\$/US\$0,8290 nos dias 14 e 17/10/1994) e a máxima (R\$/US\$1,9832 no dia 29/01/1999) em R\$1,15. Já o desvio-padrão se manteve em R\$0,12, podendo essa linearidade ser observada no gráfico abaixo:

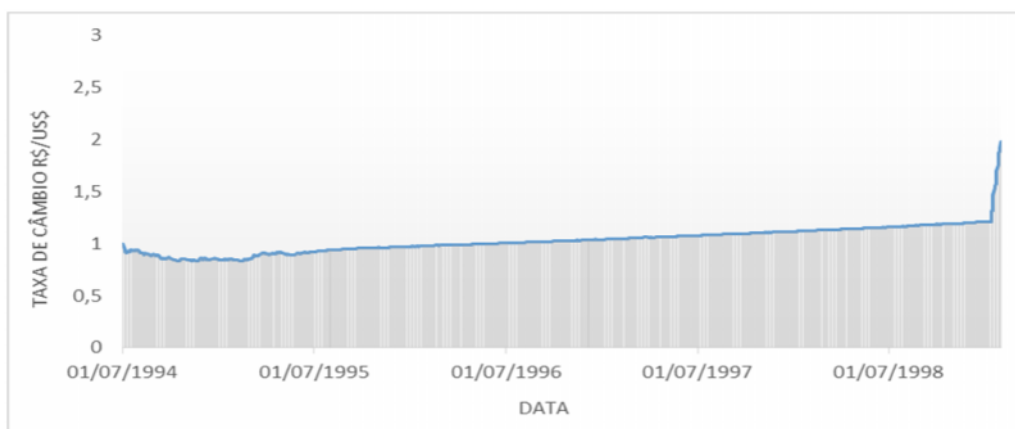


GRÁFICO 4 - TAXAS DE CâMBIO R\$/US\$ OBSERVADAS DE 1994 À JAN/1999
 FONTE: A Autora (2015) vide TABELA 3

Vale destacar ainda que esses dados podem estar enviesados, uma vez que levam em conta o mês de janeiro de 1999, que pode ser considerado um *outlier*. Isso ocorre porque apesar da efetiva mudança de regime ter ocorrido somente no dia 1º de fevereiro de 1999 (quando os segmentos de Câmbio de Taxas Flutuantes e Câmbio de Taxas Livres foram unificados) o sistema de bandas cambiais já havia sido formalmente abandonado no dia 18 de janeiro do mesmo ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015).

Assim, seria razoável considerar o CV do período de 10% e o desvio-padrão de R\$0,10, levando em conta apenas as taxas de câmbio observadas durante o regime de bandas cambiais. Ou seja, uma vez que a autoridade monetária se compromete a abrir mão de outras políticas para sustentar uma taxa cambial, ela também garante que esse mercado seja pouco arriscado em vista de sua baixa volatilidade.

A tabela a seguir trás as principais estatísticas do período analisado:

TABELA 3 - RESUMO DAS TAXAS DE CÂMBIO R\$/US\$ (1994 – 1998)

ANO	MÍNIMA	MÁXIMA	MÉDIA	DESV. P.	CV
1994	0,8290	1	0,8734	0,03	4,00%
1995	0,8340	0,9726	0,9177	0,04	4,53%
1996	0,9726	1,0407	1,0052	0,02	1,94%
1997	1,0395	1,1164	1,0787	0,02	2,06%
1998	1,1165	1,2087	1,1609	0,03	2,29%

FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

4.3.1 Análise da volatilidade no período de fevereiro de 1999 à 2014

Isso não é, porém, o que se pode observar a partir de fevereiro de 1999. Com a adoção do regime de câmbio flutuante, o mercado ganhou liberdade para traçar os rumos do câmbio no país. A partir de então, tanto as opiniões de cada participante quanto a situação econômica interna e o contexto internacional passaram a ser fatores essenciais no incremento da volatilidade, tornando esse mercado cada vez mais autônomo e arriscado.

Fazendo um estudo anualizado, como no gráfico abaixo, é possível observar períodos em que a volatilidade não foi tão elevada, enquanto em outros essa atingiu um nível exacerbado.

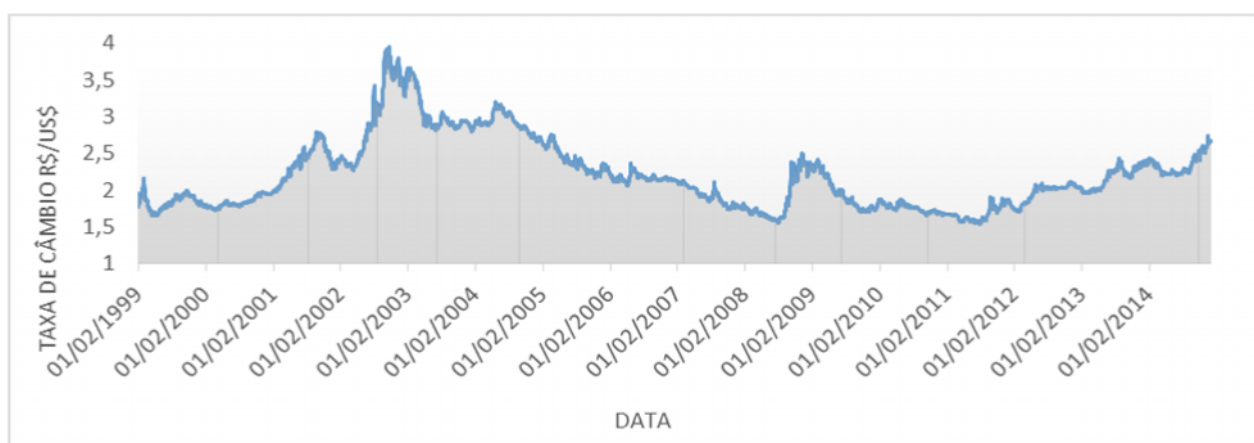


GRÁFICO 5 – TAXAS DE CÂMBIO R\$/US\$ OBSERVADAS DE FEV/1999 À 2014

FONTE: A Autora (2015), vide tabela 4

De forma geral, destaca-se que o coeficiente de variação das taxas foi de aproximadamente 22% (representando um desvio padrão de 48 centavos) e a amplitude entre a mínima (R\$/US\$1,5345 no dia 26/07/2011) e a máxima (R\$/US\$3,9552 no dia 22/10/2002) atingiu R\$2,42.

TABELA 4 - RESUMO DAS TAXAS DE CÂMBIO R\$/US\$ (1999 – 2014)

ANO	MÍNIMA	MÁXIMA	MÉDIA	DESV. P.	CV
1999	1,6468	2,1647	1,8431	0,10	5,53%
2000	1,7234	1,9847	1,8295	0,07	3,64%
2001	1,9357	2,8007	2,3522	0,25	10,47%
2002	2,2709	3,9552	2,9309	0,54	18,58%
2003	2,8219	3,6623	3,0715	0,25	8,28%
2004	2,6544	3,2051	2,9257	0,12	4,22%
2005	2,1633	2,7621	2,4341	0,17	6,87%
2006	2,0586	2,3711	2,1771	0,06	2,57%
2007	1,7325	2,1556	1,9483	0,12	6,32%
2008	1,5593	2,5004	1,8375	0,27	14,91%
2009	1,7024	2,4218	1,9935	0,23	11,33%
2010	1,6554	1,8811	1,7593	0,05	2,96%
2011	1,5345	1,9016	1,6746	0,09	5,65%
2012	1,7024	2,1121	1,9545	0,12	6,30%
2013	1,9528	2,4457	2,1605	0,14	6,52%
2014	2,1974	2,7403	2,3547	0,13	5,73%

FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

Ou seja, não só fica clara a presença da volatilidade como característica do mercado, como também nota-se que essa não apresenta um padrão, sendo inviável prever sua extensão e, portanto, os impactos que pode vir a causar.

A análise da TABELA 4 permite verificar que o ano de 2002 caracteriza-se como o de maior instabilidade no mercado cambial brasileiro (se sobressaindo, inclusive, sobre o período da crise financeira internacional). Por isso, ele é tratado como um caso específico de análise, uma vez que sua dinâmica envolve além de questões eleitorais, uma importante mudança de atuação do Bacen sobre o hedge com swaps cambiais.

Para contextualizar o que estava acontecendo nessa época, destaca-se que, desde 2001 o ambiente internacional já se encontrava fragilizado. Primeiramente, pelo estouro da bolha das ações da NASDAQ (Sistema Eletrônico de Cotação da

Associação Nacional de Intermediários de Valores) entre 2000 e 2001, pela declaração da moratória na Argentina com o agravamento de sua crise e, por fim, devido aos atentados de 11 de setembro nos EUA (que exaltaram os ânimos ao redor do mundo dada a incerteza sobre a economia mundial).

Mas foi em 2002 que a desvalorização do real realmente se intensificou. Como se pode observar no GRÁFICO 6, que segue abaixo, com a possibilidade de vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) nas eleições para a presidência, e com ela a incerteza sobre os rumos à serem dados no comando do país, os ataques especulativos contra a moeda nacional se elevaram ainda mais.

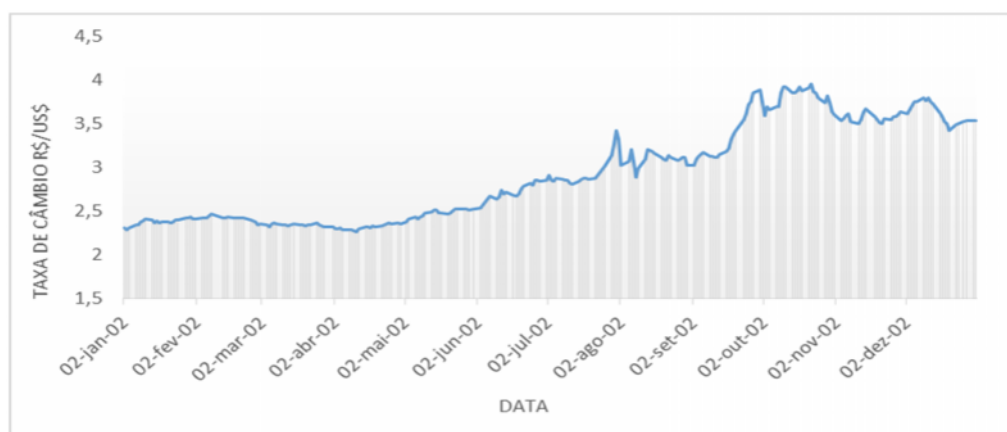


GRÁFICO 6 – TAXAS DE CÂMBIO R\$/US\$ OBSERVADAS EM 2002
FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

No dia 22 de outubro, momento em que já se conheciam os candidatos para o 2º turno das eleições (Lula, pelo Partido dos Trabalhadores - PT, e José Serra, pelo Partido da Social Democracia Brasileira - PSDB) o dólar chegou a valer R\$3,9552. Isso fez com que o CV de 10,47% visto em 2001 saltasse para 18,58%, elevando também o desvio padrão de 25 para 54 centavos.

Somente ao assumir o mandato em 1º de janeiro de 2003, o mercado financeiro começou a se acalmar, uma vez que ao escrever a “Carta ao povo brasileiro” em junho do mesmo ano, Lula assumiu seu compromisso em realizar grandes mudanças (além de destacar que a instabilidade até então vigente havia nascido não das eleições, e sim da fragilidade estrutural do país). Com a melhora do ambiente externo e da confiança dos outros países com relação ao Brasil, o real começou a se valorizar e estabilizar.

Mas vale enfatizar também que entre os meses de março e abril de 2002 ocorreu uma alteração interna no mercado: diante de uma mudança de estratégia com relação à emissão de títulos cambiais pelo Tesouro Nacional e Banco Central, e decisão pela sua redução, as autoridades monetárias se viram na necessidade de procurar instrumentos alternativos para executar a política cambial. Foi a partir daí que o Bacen começou a vender no mercado Letras Financeiras do Tesouro (LFT, títulos pós-fixados) juntamente com swaps cambiais.

[...] o objetivo desta nova estratégia foi promover uma maior eficiência à sistemática de oferecer *hedge* cambial, permitindo uma redução dos custos incorridos pelas empresas que buscavam proteção cambial e dos prêmios que vinham sendo exigidos nos leilões de Títulos Cambiais. (HÜBNER, 2003, P.7).

Dessa forma, o hedge (ou proteção) ao mercado de câmbio estaria garantido por meio dos Swaps, e tanto o número de intervenções do Bacen quanto a relevância dessas em termos de volume viria a sofrer um impacto (segundo dados do próprio Banco Central, passando de uma média de US\$5,33 milhões no período de junho de 1999 a abril de 2002, de baixa volatilidade, para US\$30,73 milhões em momentos de volatilidade alta - primeiro semestre de 1999 e segundo semestre de 2002).

Ou seja, criou-se por meio das LTF com swap cambial um meio pelo qual o Bacen pudesse tentar corrigir tendências, diminuir a volatilidade cambial e acalmar o mercado em momentos de crise como a que o Brasil enfrentava. Dava-se início, a partir de então, as investidas da autoridade monetária com vistas a reduzir a instabilidade que se instalava no setor cambial.

4.4 NÚMERO DE OPERAÇÕES E VOLUME TRANSACIONADO

Com a adoção do câmbio flutuante a partir de 1999, não apenas a volatilidade como também o volume transacionado e o número de operações realizadas no mercado cambial brasileiro também se intensificaram.

No caso do número de operações cambiais realizadas, essas aumentaram considerável uma vez que passaram a ser de curtíssimos prazo. Ou seja, na medida em que os agentes começaram a pautar suas decisões com base nas expectativas quanto ao movimento do mercado, que se tornou cada vez mais volátil, pequenos horizontes de tempo se tornaram suficientes para a realização de vultuosos lucros (ou vultuosas perdas).

É válido destacar que as inovações tecnológicas tiveram também um importante papel nessa mudança, já que os sistemas de corretagem eletrônica facilitaram o alcance aos mercados internacionais e a difusão de informações para agentes localizados ao redor do mundo. Isso, além de ser feito em tempo real e a reduzidos custos, permitiu aos agentes maior acesso a posição atual do mercado e, portanto, melhores condições para tomar suas decisões.

[...] essa forma de atuar nos mercados de divisas, que prioriza os movimentos de curtíssimos prazo, pode ser entendida como uma das consequências, mas, simultaneamente, uma das causas da volatilidade cambial que se instalou nos mercados de moeda desde o fim de Bretton Woods. (...) Como tais variações de cotações são rapidamente disponibilizadas para um grande número de operadores de diversas partes do mundo, graças aos sistemas eletrônicos de distribuição de informações financeiras (*Reuters, Telerate* etc.), elas podem (...) disparar instantânea e abrupta reação simultânea dos aplicadores. (...) Tornam-se, assim, capazes de engendrar novas rodadas de variações das cotações. (VANCONCELOS, 1999, P.99).

Dados divulgados pelo Bacen (2014) dão conta de que somente no ano de 2013, mais de 9 milhões de operações à vista foram realizadas por meio de instituições financeiras no mercado nacional (englobando desde importações e exportações até transferências do/para o exterior e mercado interbancário).

No que diz respeito ao volume de câmbio pronto negociado, porém, o que se nota é que não existe uma regularidade. A ilustração no GRÁFICO 7 do volume contratado nos últimos 13 anos na bolsa de mercadorias e futuros BM&FBovespa (para liquidação em D+2) permite notar que, apesar desse ser nos anos recentes consideravelmente maior do que na década passada, ele não mantém uma característica de elevação.

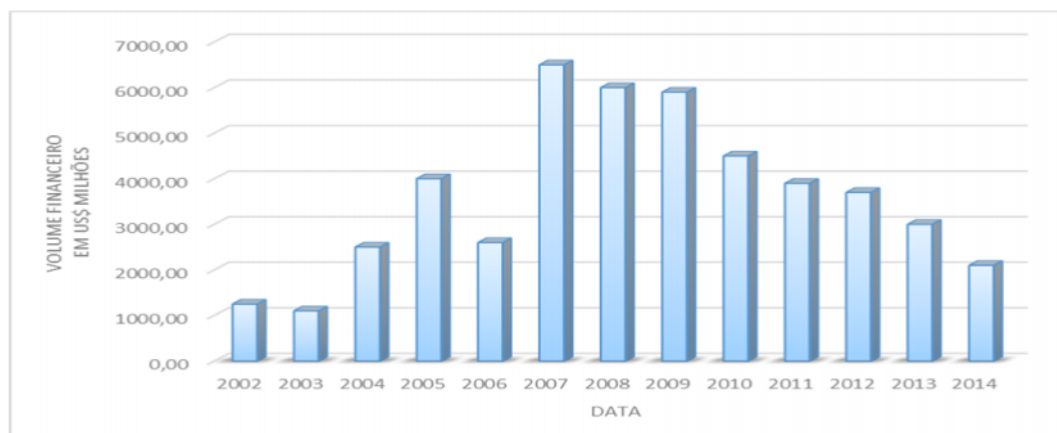


GRÁFICO 7 – VOLUME DE CÂMBIO CONTRATADO NA BM&FBOVESPA
 FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

Isso se dá especialmente porque, com o passar dos anos, os contratos de derivativos (câmbio futuro) tornaram-se cada vez mais comuns no mercado, atraindo os participantes e, conseqüentemente, transformando as negociações.

Como a legislação brasileira referente ao mercado cambial autoriza o livre acesso à moeda estrangeira à vista tão somente a bancos com carteira de câmbio (Garcia e Urban, 2004), tal limitação faz com que diversas operações típicas do mercado à vista sejam transferidas para o mercado futuro. Segundo o Banco de Compensações Internacionais (BIS, 2007), o mercado de dólar futuro real/dólar é o segundo maior mercado de derivativos de câmbio transacionados em pregão do mundo, perdendo apenas para o mercado iene/dólar. Enquanto isso, o mercado à vista real/dólar corresponde a menos de 1% do volume total de câmbio à vista negociado no mundo. (VENTURA, GARCIA, 2012, p.24).

Essa afirmação fica mais clara no GRÁFICO 8, que mostra trienalmente o avanço da participação média diária brasileira no mercado de câmbio mundial. É possível verificar que o volume negociado diariamente no mercado como um todo vem em forte ascensão nos últimos anos, mesmo que as negociações à vista tenham reduzido a sua participação. Ou seja, as negociações por meio de derivativos tem crescido a taxas suficientemente altas para dar conta de todo crescimento do mercado cambial.

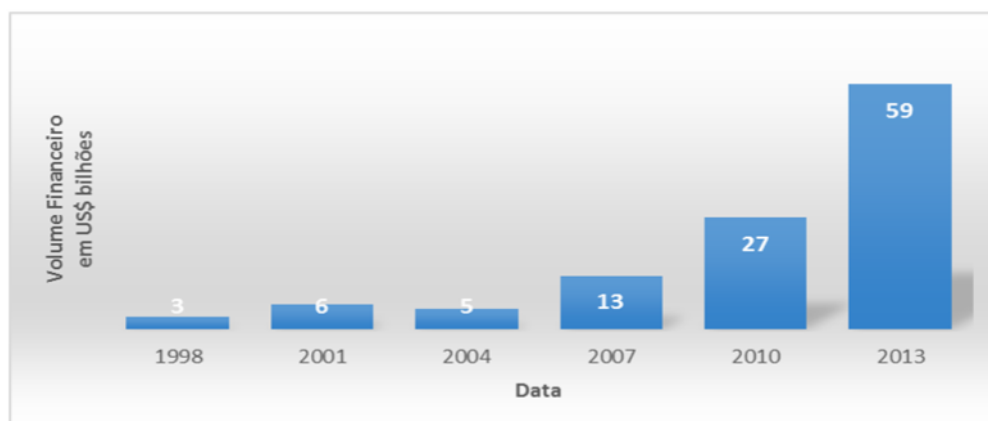


GRÁFICO 8 – GIRO MÉDIO DIÁRIO DO REAL NO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL
 FONTE: BIS (2013). Elaboração da Autora (2015)

Um exemplo disso é a composição, no ano de 2013, dos US\$59 bilhões negociados diariamente na moeda brasileira (BRL). Enquanto 83% desse volume foi transacionado por meio operações de derivativos (contratos a termo, swaps, futuros e opções), somente os 17% restantes (US\$11 bilhões) se originaram no mercado à vista.

TABELA 5 – PARTICIPAÇÃO MÉDIA DIÁRIA DO REAL NO MERCADO DE MOEDAS MUNDIAL POR TRANSAÇÃO – 2013

TRANSAÇÕES	em US\$ bilhões e percentuais		
	TOTAL	BRL	PARTICIPAÇÃO
À vista	2.046	11	0,54%
A termo e swaps	2.908	35	1,20%
Futuros e opções	391	14	3,58%
TOTAL	5.345	59	1,10%

FONTE: Adaptado de BIS (2013)

Ademais, a participação do real quando comparada às negociações internacionais é muito mais relevante quando se fala do mercado futuro do que do spot. Ou seja, tanto o volume quanto o número de operações transacionadas nos últimos anos tem se elevado, mas sempre acompanhando as mudanças ocorridas nas características desse mercado.

4.5 INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS PARTICIPANTES

O mercado cambial brasileiro contemporâneo possui também uma grande quantidade de instituições financeiras participantes, com bancos nacionais e estrangeiros disputando por uma maior participação nos negócios, e uma pequena gama de instituições retendo a maior parte das transações.

No ano de 2013, segundo listagem disponibilizada pelo Bacen (2014), 180 instituições movimentaram um volume de pouco mais de US\$ 3,6 trilhões no acumulado de janeiro à dezembro, contabilizando mais de 9 milhões de operações no mercado primário e interbancário.

TABELA 6 – RANKING DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR VOLUME CONTRATADO – 2013

RANK	NOME DA INSTITUIÇÃO	Nº OPER.	% TOTAL	VALOR (US\$)	% TOTAL
1	Itaú UniBanco S.A.	2.713.010	29,16%	385.148.003.971	10,54%
2	Banco Santander (Brasil) S.A.	724.847	7,79%	360.111.077.271	9,86%
3	Banco Citibank S.A.	442.890	4,76%	281.868.981.873	7,72%
4	HSBC Bank Brasil S.A.	597.210	6,42%	276.914.830.017	7,58%
5	Banco do Brasil S.A.	959.769	10,32%	254.460.206.322	6,97%
6	Banco J.P. Morgan S.A.	57.879	0,62%	235.912.249.442	6,46%
7	Banco Itaú BBA S.A.	206.678	2,22%	229.834.930.959	6,29%
8	Deutsche Bank S.A.	28.796	0,31%	169.207.418.925	4,63%
9	Banco Bradesco S.A.	778.418	8,37%	167.796.787.921	4,59%
10	Banco Societe Generale S.A.	16.894	0,18%	126.105.432.782	3,45%
TOTAL		6.526.391	70,14%	2.487.359.919.483	68,09%

FONTE: Adaptado de Banco Central do Brasil (2014)

No ranking das instituições que negociaram os maiores volumes cambiais, como se vê na TABELA 5, deve-se às 10 primeiras a negociação de 68% do total transacionado por todas as participantes. Em número de operações, foram mais de 70% concentradas somente nesses bancos, caracterizando que, apesar de globalizado, o mercado cambial brasileiro é extremamente concentrado.

Uma possível forma de esclarecer esse fenômeno nos mercados atuais denota que:

A própria expansão e a internacionalização, bem como a sofisticação e a complexificação dos mercados cambiais nos últimos anos, podem ser

possíveis explicações para o fenômeno da concentração dos negócios com divisas. Com elas, os agentes dispostos a operarem em mercados de câmbio procuram parceiros capazes de lhes proverem, em um único “pacote”, ampla gama de serviços bancários e possibilidades de negócios cambiais. (VASCONCELOS, 1999, p. 111).

Os dados consolidados para o ano de 2014, como verifica-se abaixo, confirmam a predisposição do mercado em concentrar as negociações em 5% do total das instituições financeiras participantes, com poucas mudanças com relação às 10 primeiras colocadas.

Ou seja, no sistema cambial brasileiro, os grandes bancos possuem condições claras de mover o mercado, e a forte presença de instituições estrangeiras entre as mais destacadas, caracterizam sua internacionalização e abertura econômica.

TABELA 7 - RANKING DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR VOLUME CONTRATADO – 2014

RANK	NOME DA INSTITUIÇÃO	Nº OPER.	% TOTAL	VALOR (US\$)	% TOTAL
1	Banco Santander (Brasil) S.A.	794.727	10,17%	379.008.317.415	12,48%
2	Itaú UniBanco S.A.	1.190.070	15,23%	310.406.961.943	10,22%
3	Banco Citibank S.A.	428.143	5,48%	304.523.508.362	10,03%
4	HSBC Bank Brasil S.A.	580.721	7,43%	268.604.080.918	8,84%
5	Banco do Brasil S.A.	974.291	12,47%	255.424.765.246	8,41%
6	Banco J.P. Morgan S.A.	77.064	0,99%	180.791.237.289	5,95%
7	Banco Bradesco S.A.	725.912	9,29%	153.112.211.527	5,04%
8	Banco BTG Pactual S.A.	14.668	0,19%	147.680.907.809	4,86%
9	Banco BNP Paribas Brasil S.A.	48.344	0,62%	115.826.321.980	3,81%
10	Deutsche Bank S.A.	30.532	0,39%	99.641.766.725	3,28%
TOTAL		4.864.472	62,26%	2.215.020.079.214	72,93%

FONTE: Adaptado de Banco Central do Brasil (2014)

4.6 ESTUDO ANALÍTICO DO MERCADO DE DERIVATIVOS

O exame da organização do mercado cambial e suas particularidades permite constatar que a dinâmica autônoma do setor financeiro sobre o setor produtivo pode gerar sérios impactos sobre a economia, muitas vezes reestabelecendo uma nova ordem econômica após o choque de uma crise.

Um exemplo recente e característico desse impacto para o mercado brasileiro sobre o setor produtivo da economia é o prejuízo milionário e quase quebra de uma das maiores empresas alimentícias do país. Durante a crise financeira de 2008, estima-se que a Sadia tenha perdido com seus contratos de derivativos US\$ 720 milhões. Isso porque a empresa vinha apostando na queda do dólar, mas com o estouro da bolha imobiliária norte americana, essa moeda sofreu uma valorização drástica. (DIEGUEZ, 2009, p. 10).

Sem condições de recuperar a solidez conquistada há mais de 50 anos, a empresa se viu obrigada a fundir-se com sua maior concorrente, a Perdigão, criando em 2011 a Brasil Foods S.A. Promoveu-se, ali, uma das maiores associações do ramo no mundo, que teve de ser amparada por diversas restrições impostas pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) para prevenir a concorrência no segmento.

Ou seja, além de ter causado danos à companhia, que se viu impossibilitada de manter o seu ciclo produtivo de forma autônoma, a tomada desenfreada de derivativos pela Sadia alterou consideravelmente a composição do setor alimentício brasileiro, tendo impactos na concentração do mercado e principalmente sobre seus concorrentes.

[...] quando posições especulativas são assumidas via uso de derivativos, aqueles que eventualmente incorrem em perda, em função de uma oscilação no preço do ativo-objeto, sofrem um forte abalo no mercado. Essa possibilidade fica magnificada porque as operações com derivativos são operações alavancadas (...). E, se perdas substanciais acontecem, ativos podem ter que ser vendidos a fim de que se cubram as obrigações pendentes. (DEOS, 1998, P. 52).

Torna-se, dessa maneira, pertinente averiguar de forma analítica se o comportamento dos agentes em períodos de normalidade e crise apresentam tendências ou predisposições que corroborem o caráter intrinsecamente instável do mercado cambial contemporâneo. Para isso, apura-se a seguir os dados relativos à negociação de derivativos no Brasil entre os anos de 2007 a 2010, sendo os anos da extremidade da amostra representativos de períodos de normalidade, enquanto os anos centrais (2008 e 2009) são característicos de períodos de crise.

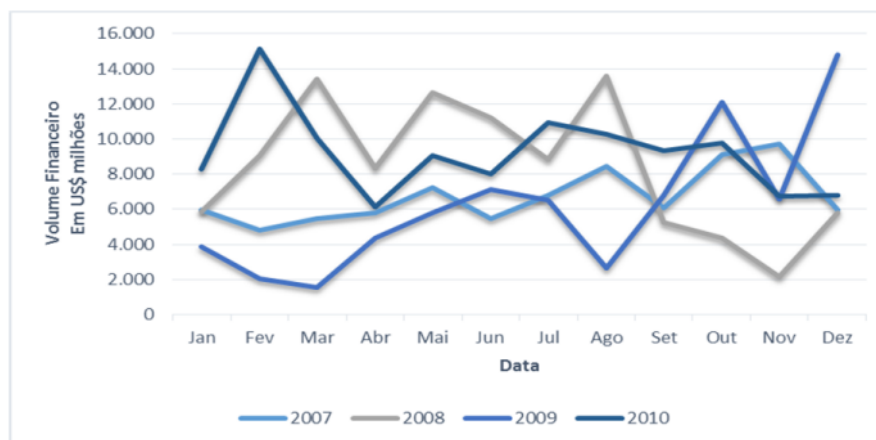


GRÁFICO 9 – VOLUME DE DERIVATIVOS NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO NACIONAL
 FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

Os dados foram obtidos junto à BM&FBovespa e contemplam o volume operado em derivativos no mercado de balcão com registro na bolsa. As operações abrangem contratos de swaps e opções flexíveis até meados de janeiro de 2010 e consideram também contratos a termo (NDF) a partir dessa data.

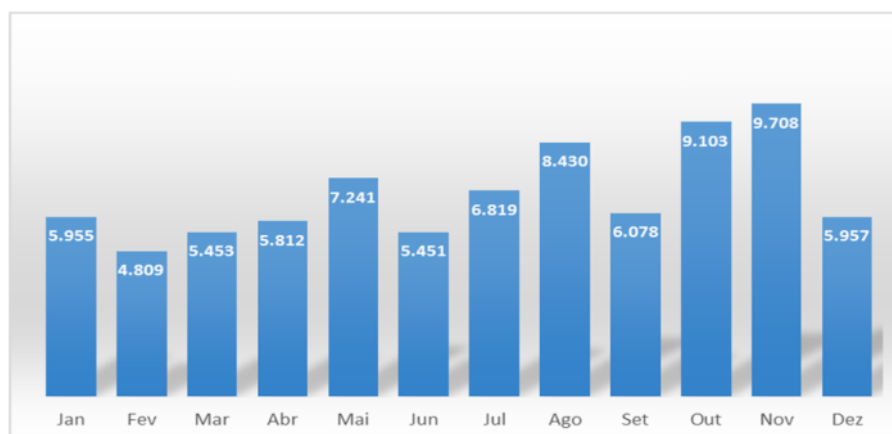


GRÁFICO 10 – VOLUME DE DERIVATIVOS NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO NACIONAL EM 2007
 FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

Uma breve análise dos gráficos acima permite identificar que o ano de 2007 foi o menos volátil do período. Foram US\$80,8 bilhões negociados em pouco mais de 2,8 milhões de contratos de derivativos, com pico de transações no mês de novembro mas certa regularidade ao longo do ano.

A partir de 2008, porém, o mercado mostra-se relativamente mais instável, e convém aqui datar os impactos da crise financeira internacional sobre a economia

brasileira. Com a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008, a crise financeira, que já havia se tornado perceptível com a crise imobiliária e dos créditos *subprime* (créditos de risco) nos EUA, tornou-se global. A mesma atingiu, a partir de então, inclusive economias sólidas, alterando radicalmente as expectativas dos principais agentes do mercado.

No Brasil, após apresentar crescimento a uma taxa de 5,2% em 2008, o PIB retraiu 0,2% em 2009 e somente em 2010, quando apresentou um crescimento econômico acima de 7%, a economia deu sinais de recuperação. Ou seja, pode-se considerar que entre o segundo semestre de 2008 até pelo menos o final de 2009, o ambiente de instabilidade prevaleceu sobre o mercado nacional.

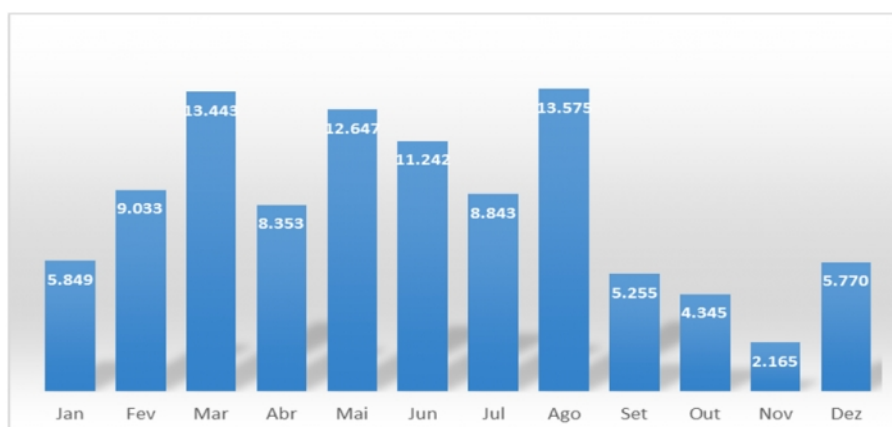


GRÁFICO 11 – VOLUME DE DERIVATIVOS NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO NACIONAL EM 2008

FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

A reação dos agentes ao ambiente de crise em 2008 foi de retração (ainda assim, movimentou-se no ano pouco mais US\$100,5 bilhões em 3,1 milhões de operações). No gráfico acima é visível que a partir do mês de setembro as negociações com derivativos sofreram uma redução drástica. Esse movimento pode ser entendido como uma reação de precaução frente ao ambiente de incerteza, e explicado através da teoria de Keynes como uma demanda por segurança.

Keynes coloca um dos motivos da preferência pela liquidez como o motivo precaução, ou seja, “o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais” (1992, p. 139). O que é concebível uma vez que, ao tomar conta do mercado, a instabilidade altera todas as

bases para a formação de expectativas, levando o agente a procurar a forma mais segura de reter seus recursos.

O que gera questionamento, entretanto, é que os derivativos são por definição instrumentos de proteção contra riscos financeiros. O movimento que se vê em um ambiente arriscado, porém, é de redução das posições em derivativos, mesmo após ter passado o choque inicial de eclosão de uma crise. O ano de 2009 é característico desse cenário, tendo contemplado apenas 2,2 bilhões de operações que movimentaram em torno de US\$74,2 bilhões no mercado.

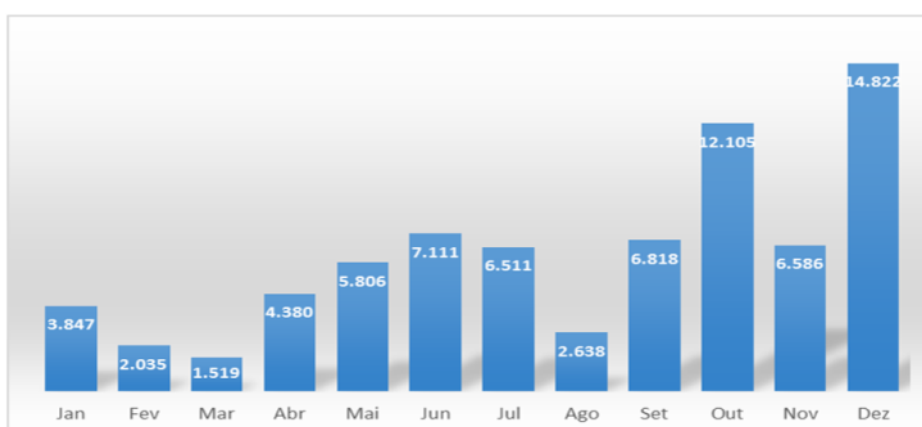


GRÁFICO 12 – VOLUME DE DERIVATIVOS NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO NACIONAL EM 2009

FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

É, todavia, difícil mensurar em que medida essa retração se deu por conta de uma atitude cautelosa dos agentes que operam no mercado, reduzindo a demanda por derivativos, ou devido à uma redução da oferta dos mesmos pelos bancos, em vista do novo cenário econômico.

Essa não deve ser, porém, uma indagação que altere a conclusão do estudo, visto que, como já mencionado, os bancos são os maiores operadores do mercado e uma redução da oferta de derivativos pelo mesmo nada mais seria que um comportamento prudencial (já que como agentes em uma das pontas do derivativo, esses também incorrem em riscos a cada fechamento).

Ou seja, recorre-se mais aos contratos de derivativos em momentos de normalidade, pelo motivo especulação isto é, “o propósito de obter lucros por saber

melhor que o mercado o que trará o futuro”, Keynes (1992, p.139), que em momentos de crise para busca de hedge (ou proteção).

É interessante ressaltar ainda que fazendo uma breve comparação com a balança comercial (FOB) no mesmo período, a crise financeira também acarretou em forte redução do saldo transacionado: de US\$ 40 bilhões em 2007 para US\$ 24,8bi em 2008, US\$ 25,3bi em 2009 e US\$ 20,1bi em 2010. (IPEADATA, 2015).

Esses dados, além de reforçarem que a constituição de crises financeiras tende a causar sérios impactos no setor produtivo da economia, indicam ainda um descasamento entre as transações comerciais e monetárias: após o início da crise em 2008, a balança comercial não consegue retomar seus antigos patamares inclusive no ano de 2010.

Como pode ser visto no gráfico 14, entretanto, em 2010 volta-se a apresentar relativa normalidade quanto ao volume em negociação em derivativos (fechando em US\$ 110,5 bilhões a contratação de 3,2 milhões de operações), o que sinaliza que a negociação desses contratos pouco tem a ver com o contraparte monetária das transações internacionais.

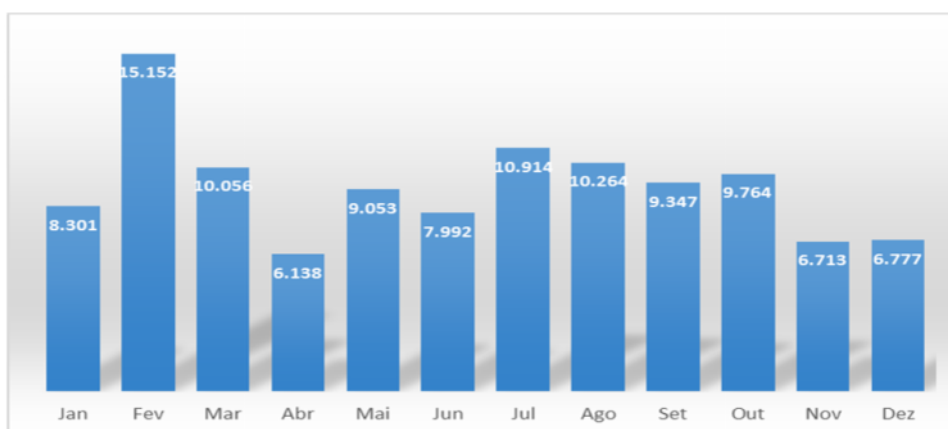


GRÁFICO 13 – VOLUME DE DERIVATIVOS NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO NACIONAL EM 2010

FONTE: BM&FBovespa (2015). Elaboração da Autora (2015)

Conclui-se assim que a adoção de um sistema cambial flutuante no Brasil, além de alterar as características desse mercado e o propiciar um crescimento em conformidade com a tendência a nível mundial, também inseriu o país em um

ambiente econômico muito mais instável e sujeito aos efeitos nocivos da especulação.

Não é do escopo desse trabalho mensurar se essa inserção é prejudicial ao desenvolvimento do país ou necessária em vista do ambiente globalizado em que se está inserido, mas reforça-se que o caráter autônomo do mercado causa impactos no setor produtivo da economia e por isso merece um acompanhamento direto, podendo necessitar inclusive, de intervenções governamentais.

5 CONCLUSÃO

A análise da formação do mercado cambial contemporâneo mundial e sua caracterização no Brasil permite concluir, como se propôs a pesquisa, que na forma como se encontra atualmente organizado, esse mercado é autônomo e intrinsecamente instável.

Um dos principais fatores que permite chegar à essa conclusão é a ampla utilização dos contratos de derivativos como eficiente meio de especulação e portanto, como instabilizador do mercado. Dados como o volume negociado e as contrapartes envolvidas nas negociações permitem mensurar qualitativamente essa afirmação, que pode ser suportada por teorias de grandes pensadores econômicos como Keynes e Minsky.

É importante destacar, entretanto, que apesar do amparo analítico e teórico, a distinção entre a utilização de derivativos como hedge ou especulação é extremamente difícil de ser realizada, uma vez que o instrumento a ser utilizado é o mesmo em ambos os propósitos, e sua diferenciação ocorre apenas na intenção de quem os utiliza.

Ressalta-se, ainda, que outra dificuldade em realizar essa pesquisa foi o acesso aos dados de mercado, como aqueles disponibilizados pela CETIP, por exemplo. Algumas estatísticas são concedidas apenas à instituições financeiras e por isso tiveram de ser mensuradas através de dados da BM&FBovespa.

Essa é, porém, uma oportunidade para a continuidade dessa pesquisa em trabalhos futuros, com informações mais detalhadas ou exploração de diferentes horizontes de tempo que permitam corroborar ou indagar as conclusões aqui alcançadas. Propõe-se, além disso, a verificação minuciosa dos impactos da instabilidade cambial sobre a economia como um todo, de forma a avaliar a real necessidade de intervenções governamentais nesse mercado ou, inclusive, de se alterar o regime cambial adotado como forma de delimitar a autonomia do mercado.

REFERÊNCIAS

BATISTA, P. N. O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos, 1994. Disponível em: <http://www.fau.usp.br/cursos/graduacao/arg_urbanismo/disciplinas/aup0270/4dossie/nogueira94/nog94-cons-washn.pdf>. Acesso em: 05/05/2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Análise do Mercado de Câmbio. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/rex/MerCambio/Port/cambio991/1999-1Pol%C3%ADticaCambial.asp>>. Acesso em 12/02/2015.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey of global foreign exchange Market turnover in 2013**. Basileia, 2014.

_____. **Triennial Central Bank Survey of foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results**. Basileia, 2013a.

_____. **Triennial Central Bank Survey of derivatives positions at end-June 2013**. Basileia, 2013b.

_____. **Statistical release of OTC derivatives statistics at end-June 2013**. Basileia, 2013c.

BELLUZZO, L. G. de M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados". **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP. n. 04, p. 11-20, 1995.

BM&FBOVESPA. Resumo dos Mercados. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=600&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/resumoMercados1.asp>>. Acesso em 09/03/2015.

_____. Taxas de Câmbio. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1700&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/clearing1/cambio/cotacoes/taxacambio.asp>>. Acesso em 22/01/2015.

CANUTO, O.; LAPLANE, M. F. Especulação e instabilidade na globalização financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP. n. 05, p. 31-60, dez. 1995.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise. **Globalização financeira e inserção periférica**. Capítulo 7. Campinas: Editora da Unicamp, 2002. p. 227-264.

CARVALHO, F. C. Bretton Woods aos 60 anos. Cebrap, **Novos Estudos**, n. 70, p. 51-63, nov. 2004.

CORAZZA, G. A inserção do Brasil na Globalização Financeira – uma análise introdutória da década de 1990 –, 1996. Disponível em: <http://actuelmarx.u-paris10.fr/m4corra.htm>>. Acesso em: 08/05/2014.

_____. O Brasil e as Relações Financeiras Internacionais – uma análise comparativa entre o Plano de Metas, o II PND e o Plano Real –, 2004. Disponível em <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/ec/jec9/pdf/A03%20-%20Corazza,%20Gentil.pdf>>. Acesso em: 03/05/2014

DEOS, S. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.19, n. 02, p. 38-61, 1998.

DIEGUEZ, C. O setembro negro da Sadia. **Revista Piauí**, n.38, p. 26 a 34, nov. 2009.

FERNANDES, M. O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano, 2009. Disponível em: http://vermelho.org.br/coluna.php?id_coluna_texto=2056&id_coluna=28>. Acesso em 24/04/2014.

GALLAGHER, L. **Exame de certificação: ANBIMA CPA-10: teoria**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2012.

GIAMBIAGI, F.; ALMEIDA, P. R. Morte do Consenso de Washington? Os rumores a esse respeito parecem muito exagerados. BNDES, **Textos para Discussão**, n. 103, Rio de Janeiro, out. 2003.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 5ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

LARA, Luciano R. **Uma análise da experiência brasileira com câmbio flutuante**. Trabalho apresentado no Evinci, Curitiba, 2006.

HÜBNER, C. A. F. **Risco e precificação de operações com taxa percentual do CDI**. 36f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2003.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (General theory of employment, interest and Money)**. Tradutor: CRUZ, Mário Ribeiro da. São Paulo: Editora Atlas, 1992.

NEGRÃO, J. J. de O. O Governo FHC e o neoliberalismo. Disponível em: <http://www.plataformademocratica.org/Publicacoes/19891_Cached.pdf>. Acesso em 08/05/2014.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas: IE/UNICAMP. n. 05, p. 61-78, dez. 1995.

SAMBATTI, A. P.; RISSATO, D. **Uma discussão sobre a escolha de Regimes Cambiais no Brasil a partir do Plano Real**. III Seminário do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Cascavel, 2004.

TAVARES, M. C. A crise financeira: duração e impacto no Brasil e na AL. **Carta Maior**, 2009. Disponível em: <<http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/A-crise-financeira-duracao-e-impacto-no-Brasil-e-na-AL/7/15197>>. Acesso em 25/05/2015.

VASCONCELOS, M. R. Mercado cambial contemporâneo. **Economia**, Curitiba, n. 23, p. 91-121, 1999. Editora da UFPR.

VENTURA, A.; GARCIA, M. Mercados Futuro e À Vista de Câmbio no Brasil: O Rabo Abana o Cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 66, n.1, p. 21-48, 2012.